

## **Solvency II, cronistoria di un lungo viaggio**

### **Il nuovo sistema di misurazione dei ratios patrimoniali**

- Solvency II è il progetto, di cui si discute da oltre dieci anni, per aggiornare l'attuale regolamentazione prudenziale delle assicurazioni europee. Come avviene per le banche anche le compagnie debbono mantenere un cuscinetto di risorse patrimoniali supplementari a garanzia della propria attività. Attualmente (Solvency I) l'ammontare di capitale regolamentare è determinato in cifra fissa in percentuale delle riserve matematiche e dei capitali sotto rischio nei rami vita, in percentuali dei premi annui o dell'onere medio dei sinistri nei rami danni). Con Solvency II, che segue lo stesso approccio già fatto proprio nel settore bancario (Basilea III) e dalla regolamentazione assicurativa Usa, i cuscinetti di protezione patrimoniale non saranno più calcolati in misura fissa ma cambieranno in relazione agli effettivi rischi dell'impresa (sistema risk-oriented), quelli assicurativi veri e propri e quelli del portafoglio d'investimento. Il meccanismo è stato costruito assegnando una probabilità agli eventi che possono accadere (in relazione alla volatilità degli strumenti finanziari ed alla rischiosità del portafoglio assicurativo). I ratios patrimoniali sono stati calcolati per coprire il 99,5% di tutti i rischi stimati. Così facendo, in pratica, il legislatore europeo si è posto l'obiettivo di limitare la possibilità di un fallimento ogni 200 anni.

### **La direttiva in pillole**

- La direttiva fu approvata dal Parlamento europeo nella primavera del 2009 ma quel testo conteneva soltanto i principi generali della futura regolamentazione
- Per le compagnie e i gruppi assicurativi, Solvency II rappresentava un cambiamento radicale nelle modalità di calcolo dei requisiti di capitale comportando sostanziali modifiche nella definizione/valutazione delle riserve tecniche e dei requisiti di solvibilità, nei criteri di ammissibilità degli attivi a copertura delle riserve e degli elementi del patrimonio disponibile, nei principi generali in materia di governance, controllo interno e risk management nonché nell'informativa al mercato e di vigilanza. In particolare sono state stabilite due soglie di capitale regolamentare il SCR (solvency capital requirement) ed il MCR (minimum capital requirement). Se non possiede almeno il MCR una compagnia di assicurazione non può operare.
- Il lungo iter di approvazione della Direttiva portò allo stralcio di una delle misure più innovative, riguardante la possibilità che le imprese appartenenti a gruppi assicurativi potessero avvalersi di un supporto patrimoniale di gruppo per coprire tutta o parte della differenza tra SCR e MCR. Tali disposizioni incontrarono la

resistenza di alcuni Paesi preoccupati di una possibile riduzione della patrimonializzazione delle imprese locali facenti parte di gruppi multinazionali.

- Ciò che ancora mancava nel testo della direttiva erano le “implementing measures”, cioè la definizione delle misure di dettaglio per dare attuazione ai principi generali previsti dalla Direttiva Solvency II. In particolare, mancava la “calibrazione” dei requisiti patrimoniali di vigilanza da associare ad ogni singolo strumento finanziario o ad ogni qualsivoglia portafoglio assicurativo
- La tabella di marcia iniziale prevedeva l’approvazione delle misure applicative entro il 2012 e la partenza del nuovo sistema prudenziale dal primo gennaio 2013.

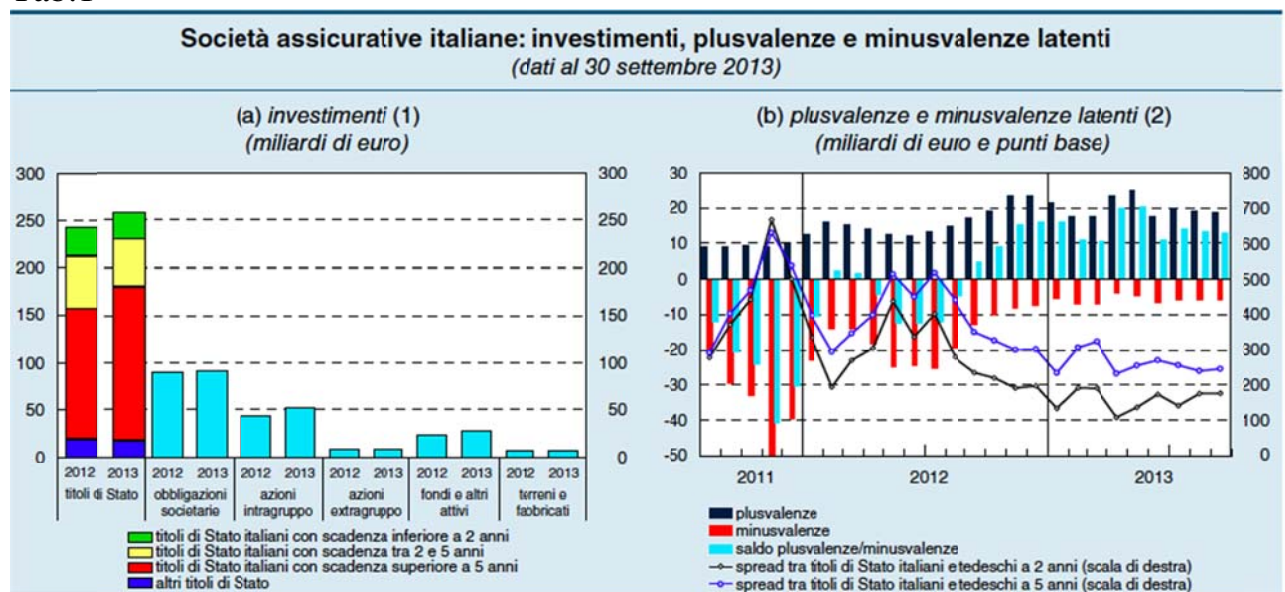
### **Un lungo viaggio alla ricerca delle misure giuste**

- Il compito delicato di definire i singoli pesi di capitale fu demandato in prima battuta al Ceiops (l’authority europea del settore che successivamente cambiò il suo nome nell’attuale Eiopa) i cui orientamenti, giustificati dalle preoccupazioni originate dalla crisi della finanza mondiale, si mossero inizialmente nel solco di un’assoluta rigidità e prudenza. Ad esempio i ratios patrimoniali da detenere per gli investimenti azionari, inizialmente “calibrati” al 32% (per azioni quotate) ed al 45% (non quotate), vennero ritoccati all’insù, rispettivamente, al 45 e al 60. Al contrario gli investimenti in bond governativi non comportavano alcun assorbimento di capitale regolamentare. Che significavano quelle cifre? In pratica gli assicuratori avrebbero dovuto detenere simili surplus di capitale, in relazione ai loro investimenti azionari, per assorbire perdite dei mercati in situazioni di stress. Non sfuggono le indicazioni di policy di simili scelte. Le compagnie del continente venivano incentivate a disfarsi dei propri portafogli azionari (costosissimi in termini di capitale). In questo modo, però, le Borse del continente perdevano il loro principale investitore di lungo periodo. Nel decennio 2001-2010 il peso delle azioni nei portafogli d’investimento degli assicuratori europei è sceso in media dal 20 a meno del 7,5%, il livello più basso nella storia dell’industria continentale delle polizze. Le prime valutazioni sugli effetti della nuova disciplina prudenziale furono sconfortanti. All’indomani dell’approvazione della direttiva, il Financial Times stimò una carenza di capitali regolamentari per l’industria assicurativa britannica di ben 50 miliardi. Uno studio commissionato nel marzo del 2010 dall’associazione europea degli assicuratori (Cea, oggi Insurance Europe) valutò tra il 30 ed il 50 per cento l’incremento di capitale di vigilanza necessario per soddisfare i criteri richiesti dal regolatore.
- I timori degli assicuratori fecero breccia presso la commissione europea che, nell’aprile del 2010, avviando un nuovo studio d’impatto sulle conseguenze delle nuove misure (il cosiddetto QIS5, che si svolse nell’autunno dello stesso

anno) alleggerì al 39% il requisito di capitale per gli investimenti azionari (49% per i titoli non quotati), riducendolo al 22% per le partecipazioni strategiche. Inoltre fu permesso di utilizzare il criterio della diversificazione (territoriale e per linee di business) al fine di contenere l'esposizione al rischio delle compagnie.

- Ma proprio nei mesi in cui si svolgeva la simulazione del Ceiops, nell'autunno del 2010, i mercati finanziari tornarono nuovamente in fibrillazione. Questa volta l'epicentro della crisi, suscitata dalle paure di default della Grecia, si concentrano sui titoli sovrani, proprio quelli che secondo Solvency II avrebbero dovuto essere "a prova di rischio" (Tab.1).

Tab.1



Fonte: Ivass e Bloomberg.

(1) Valori di bilancio. La composizione dei titoli di Stato è parzialmente stimata. – (2) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti sono la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio.

- Tra i Piigs, l'acronimo dispregiativo con cui in quei mesi si iniziò a definire i paesi in maggiore difficoltà, c'era anche l'Italia. Per la verità compagnie della penisola, alla vigilia della crisi dei mercati finanziari (2007) esibivano un largo surplus patrimoniale. Avevano disponibilità finanziarie per 40 miliardi a fronte dei 20 previsti dalla regolamentazione di Solvency I (tuttora vigente). Le simulazioni del QIS5, condotte sulla base dei bilanci 2009, mostrarono per le compagnie italiane un surplus di Solvency II pari a 38 miliardi, maggiore di quello attestato con i criteri di Solvency I (24 miliardi). Ma disponevano anche di importanti investimenti in titoli pubblici pari a circa 200 miliardi di euro. Nell'agosto del 2010 l'allora presidente dell'Isvap (il regulator assicurativo) registrò in un'intervista gli effetti delle prime turbolenze sui titoli di stato. Queste avevano eroso da 10 a 4,5 miliardi le plusvalenze nette dei portafogli assicurativi. Il peggio però, come ora sappiamo, doveva ancora venire. L'epicentro della crisi, nei primi mesi del 2011 era la Grecia l'unico paese europeo che, nelle simulazioni del QIS5, risultava deficitario di

capitale con un Solvency Capital Ratio inferiore al 75 per cento del livello minimo. Nel giugno del 2011 le compagnie elleniche, grandi investitori di titoli di stato locali, contabilizzavano al costo storico quei portafogli che sul mercato erano scambiati al 30-40 per cento del valore nominale. Se avessero dovuto utilizzare il fair value l'alternativa, per molti operatori, sarebbe stata quella della bancarotta o della nazionalizzazione, dichiarò a quel tempo il presidente dell'associazione greca degli assicuratori, Gorge Kotsalos.

- In questo scenario di difficoltà, nell'estate del 2011, prese corpo la decisione di rinviare l'entrata in vigore di Solvency II. Inizialmente l'orientamento era quello di mantenere la data formale di avvio (primo gennaio 2013), ma garantendo un periodo di grazia di un anno nel quale le compagnie sarebbero state obbligate a rispettare i "vecchi" ratios di Solvency I ma non i nuovi criteri. Alla fine, però, si giunse a decretare un rinvio vero e proprio. Del resto la direttiva "Omnibus II", nel cui alveo sarebbero dovute confluire le modifiche alla Direttiva Solvency II, marcava il passo al Parlamento europeo. Ed a tutt'oggi non è stata ancora approvata.
- Nel luglio del 2011 l'Eiopa pubblicò i risultati di un nuovo stress test che, per la prima volta, includeva anche il sovereign risk tra i casi avversi contemplati. Benchè esclusi da obblighi di requisiti patrimoniali aggiuntivi, i titoli di stato andavano comunque calcolati al valore di mercato nella nuova disciplina prudenziale e pertanto il regulator europeo prendeva per la prima volta in considerazione l'ipotesi di un incremento degli spread rispetto a titoli considerati privi di rischio (in pratica quelli tedeschi). L'Eiopa disegnava comunque uno scenario favorevole rispetto a quello che di lì a poco si sarebbe manifestato sui mercati, assegnando all'Italia uno spread di 136 punti sui bund tedeschi. Questi i risultati dell'esercizio: il 60% delle compagnie europee che vi avevano preso parte mostravano un Mcr (minimum capital requirement) di 425 miliardi di euro. Non furono invece pubblicate le simulazioni sui ratios patrimoniali allargati (lo Scr, Solvency capital requirement) previsto dalla nuova regolamentazione che, presumibilmente, avrebbero mostrato un esubero di capitale regolamentare molto più circoscritto.
- I grandi assicuratori europei iniziarono a mostrare un disagio sempre maggiore nei confronti della nuova regolamentazione «Per avere una maggiore crescita economica e più posti di lavoro in Europa occorrerebbe – osservò nell'ottobre del 2011 il Ceo di Axa Henry de Castries - investire maggiormente in azioni e meno in obbligazioni governative. Ma la regolamentazione ci spinge in una direzione opposta».
- De Castries non era il solo ad esprimere critiche. In quei mesi di turmoil finanziario l'industria assicurativa europea, ed anche i regolatori, iniziarono a riflettere sulle carenze della nuova disciplina di vigilanza prudenziale che la crisi stava mettendo in evidenza, collegate soprattutto ai suoi effetti prociclici. I requisiti patrimoniali spingevano infatti le imprese assicurative a vendere titoli azionari e obbligazionari nei momenti di forte caduta dei mercati, accentuando

così l'instabilità del sistema, mentre non incentivano gli operatori a irrobustire il patrimonio nelle fasi di crescita dei mercati.

- Le tensioni sul sovereign risk faceva poi emergere un'altra criticità. Il meccanismo di Solvency II prevede che le passività assicurative (gli impegni assunti nei confronti degli assicurati, cioè le riserve) siano scontate al tasso free risk (quello della curva swap) sulla base di un criterio apparentemente inoppugnabile: quello di determinare le riserve in modo tale da far sì che, investendo le attività di copertura ad un tasso "sicuro" nel corso degli anni, la compagnia sia sempre in grado di assolvere ai suoi impegni. Il fatto è che la "corsa verso la qualità" che si stava manifestando per i titoli di stato stava spingendo in prossimità dello zero i titoli "privi di rischio", con il risultato di mantenere intatto nel tempo l'ammontare delle riserve (scontate ad un tasso sempre più basso) proprio mentre quegli attivi "di qualità" si mostravano sempre più inadeguati a coprire le obbligazioni
- Sull'onda della crisi è così iniziata l'affannosa ricerca di correttivi. Le proposte di modifica si sono soprattutto concentrate nell'introdurre un "premio anticiclico" da far scattare in situazioni di stress dei mercati. In quelle circostanze, in pratica, sarebbe stato consentito agli assicuratori di scontare le proprie riserve ad un tasso (convenzionalmente "privo di rischio") pari alla media dei bond corporate e governativi. Con ciò alleviando il potenziale disallineamento tra attività e passività che il meccanismo di Solvency II portava con sé nei momenti di difficoltà del mercato. E permettendo agli assicuratori di sfruttare il "volatility premium" connesso al lungo orizzonte dei propri investimenti. Un punto delicato riguardava le modalità di dichiarazione della situazione d'emergenza. Se queste dovessero essere collegate ad un parametro oggettivo (ad esempio un volatilità degli asset superiore a determinati parametri) oppure dichiarate discrezionalmente dai regulator del settore. Una soluzione, quest'ultima, che avrebbe assegnato ad un'autorità pubblica un potere rilevante sui destini del settore.
- Un altro correttivo allo studio è stato quello di isolare i portafogli assicurativi con particolari caratteristiche di stabilità nel tempo, con tassi di riscatto nulli o molto modesti, così da poter mantenere al costo storico il valore degli asset utilizzati per la copertura degli impegni verso gli assicurati. È il cosiddetto "matching premium" su cui hanno particolarmente insistito alcuni dei maggiori big continentali delle polizze .
- Nel marzo del 2012 il comitato per gli affari economici (Econ) del Parlamento europeo licenziò un testo sulla direttiva Omnibus II nel cui ambito erano disciplinate alcune di queste misure. Ma con un approccio troppo esitante. In particolare il nuovo testo introduceva il principio del matching premium per limitare l'uso del fair value in determinati portafogli assicurativi, ma ne restringeva l'applicabilità sostanzialmente al caso delle rendite, in cui vi è una esatta corrispondenza tra attività e passività ed i premi degli assicurati sono già stati investiti dalla compagnia. Il progetto contemplava anche la possibilità di un

"premio anticiclico" per evitare eccessivi ed indesiderati scossoni ai ratios patrimoniali in caso di stress dei mercati. Ma non era definita la formula per calcolarlo ed inoltre affidava all'Eiopa ed all'autorità europea per i rischi sistemici decidere se e quando utilizzarlo. Infine era previsto un meccanismo di estrapolazione per consentire di calcolare il tasso di attualizzazione delle riserve assicurative per scadenze (fino 40-50 anni) dove i tassi di mercato sono poco significativi.

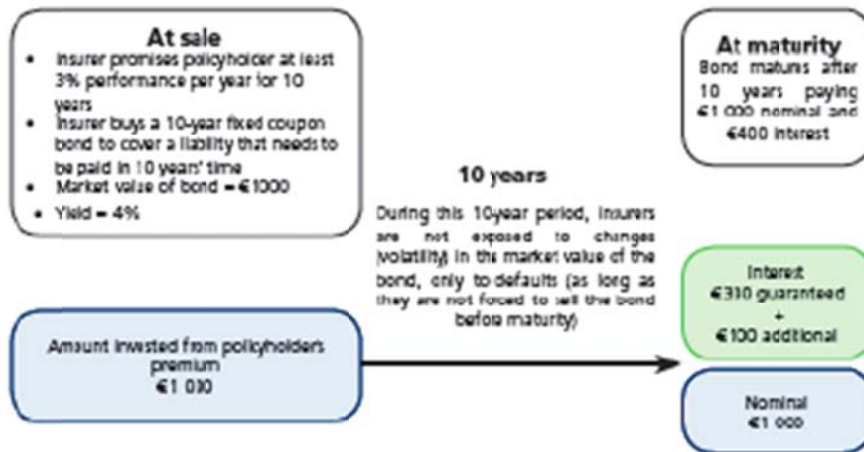
### **La fase finale del negoziato**

- Le difficoltà non risolte fecero ulteriormente slittare l'entrata in vigore di Solvency II. Inizialmente previsto per l'inizio del 2013, poi del 2014, l'avvio della nuova normativa fu protratto a data da destinarsi dopo la decisione (luglio 2012) di avviare una nuova simulazione d'impatto, per i primi mesi dell'anno successivo, nella quale testare le conseguenze pratiche delle misure in discussione. «Salutiamo lo slittamento dei tempi – commentò Allianz in una nota ufficiale – che permetterebbe di risolvere le questioni ancora aperte e testare sufficientemente gli effetti delle regole di Solvency II prima del loro definitivo varo. Principi solidi e chiarezza devono prevalere sulla rapidità».
- Il 15 giugno 2013 l'authority europea delle assicurazioni alzò il velo sulla simulazione d'impatto condotta nei mesi precedenti sulle proposte in discussione. Con il suo documento l'Eiopa bocciò lo strumento del premio anticiclico, suscettibile - spiegò - di produrre rischi sistemici e, in particolari circostanze, di richiedere alle compagnie un indesiderato aumento di mezzi patrimoniali. Al suo posto suggerì di adottare il "volatility balancer" (bilanciamento di volatilità) che rispondeva alle medesime esigenze ma, a suo giudizio, senza gli inconvenienti riscontrati nel "premio anticiclico". Come si è detto in precedenza il problema da risolvere consisteva nell'intrinseco mismatching tra attività e passività che, il nuovo sistema di Solvency II tendeva a favorire in particolari circostanze di fibrillazione dei mercati. Ed in particolare nel fatto che mentre le attività (misurate al fair value) si deprezzavano significativamente per effetto della crisi dei mercati azionari e dell'ampliamento degli spread in quelli obbligazionari, le passività (le riserve assicurative) al contrario rimanevano sostanzialmente immobili scontate al tasso free-risk (convenzionalmente identificato nella curva swap). Quel gap avrebbe dovuto essere coperto da nuove iniezioni di capitale regolamentare che, terminata la "febbre" dei mercati, sarebbero risultate non necessarie. Perché – si domandavano gli assicuratori - chiedere agli azionisti mezzi finanziari con la prospettiva di doverli restituire a crisi conclusa? Il problema era particolarmente acuto per i larghi portafogli di polizze vita a lungo termine a tasso garantito posseduti dagli assicuratori europei in cui, per effetto della lunga vita residua

dei contratti, il potenziale sbilanciamento tra attività e passività poteva raggiungere ammontari imponenti (Tab.2)

- Nell'inverno del 2011 l'incremento abnorme degli spread dei titoli governativi italiani fu sostanzialmente sterilizzato dal provvedimento d'urgenza del Governo che consentì di calcolare quei titoli al costo storico (solo a fini di vigilanza), ma nel nuovo contesto di Solvency II (ispirato al principio del valore di mercato) quella strada sarebbe stata impedita.

Tab .2 **Polizze a Tasso garantito: schema**



Fonte: Insurance Europe

- Il problema, per i regolamentatori europei ammaestrati dall'esperienza della crisi, era allora quello di trovare una sorta di "aspirina" adatta a placare la febbre dei mercati senza tuttavia correre il rischio di vedere un raffreddore trasformarsi in una polmonite. E senza scardinare l'assetto del nuovo sistema di vigilanza. L'aspirina dell'Eiopa era appunto il "volatility balancer". La formula è piuttosto complessa (di seguito verrà spiegata in dettaglio) ma, in pratica, il nuovo meccanismo agisce, in particolari circostanze di volatilità, incrementando il tasso free-risk con il quale vengono scontate le riserve assicurative. Con l'effetto di attenuare sostanzialmente il mismatch tra attività e passività. Ma quali sono queste particolari circostanze? Nei mesi precedenti le imprese assicurative europee avevano chiesto un meccanismo oggettivo, limitando al minimo la discrezionalità dei regulator. L'Eiopa nel suo documento ha identificato due condizioni che fanno scattare la situazione d'emergenza: uno spread-paese superiore di due volte quello dell'area euro e comunque superiore ai 100 basis points.

- In aggiunta all'aggiustamento di volatilità l'Eiopa, nel suo documento, si è poi schierata a favore del matching premium e di un meccanismo di estrapolazione per consentire agli assicuratori di estrapolare tassi alle scadenze più remote (a 30-50 anni dove giungono le riserve assicurative ma non sono disponibili tassi di mercato). Completavano il pacchetto dell'Eiopa alcune misure per rendere più soft il periodo di transizione verso il nuovo sistema regolamentare.



- Il fatto che il regolamentatore europeo accogliesse per la prima volta strumenti da tempo suggeriti dall'industria assicurativa rappresentava certamente un passo avanti ma il limite delle proposte dell'Eiopa era piuttosto nella loro timidezza. In particolare un volatility balancer attestato al 20% (nelle situazioni critiche), come proposto dall'Eiopa, fu subito considerato insufficiente dalle imprese europee per contrastare le conseguenze di rapide impennate degli spread. Anche singoli regulator nazionali proposero un maggiore "sconto". Ad esempio l'italiana Ivass considerò più appropriato un volatility balancer collocato al 60 per cento.

- Con la fine dell'estate e con la prospettiva di vedere l'intero progetto di Solvency II andare a monte per lo scioglimento del parlamento europeo (primavera 2014) le discussioni si sono fatte più serrate e si è così giunti, a metà ottobre, alla presentazione di una proposta di compromesso avanzata dalla presidenza lituana della commissione europea in vista del trilogio (commissione, Parlamento, Consiglio) sul testo di Omnibus II. In questa proposta il volatility balancer è stato fissato nel 65% , una misura considerata congrua anche dall'industria assicurativa europea.

Si è così giunti, a metà novembre, all'accordo raggiunto nel cosiddetto trilogio (Parlamento, Commissione e Consiglio europei) in cui sono sostanzialmente state accolte le proposte del consiglio. In particolare:

- Il volatility balancer è stato confermato al 65% e la calibrazione del Credit risk adjustment (Cra) è stata rinviata alle misure di cosiddetto livello 2.
- Misure transitorie dureranno 16 anni per dar modo ai paesi che hanno voluminosi portafogli di polizze garantite a tassi elevati (soprattutto la Germania) di smaltire le proprie "giacenze".
- Matching adjustment: lo spread "fondamentale" è stato collocato al 35% per i corporate bonds e al 30% per titoli di stato

### **Come si calcola il "volatility balancer"**

Occorre innanzitutto far presente che la correzione della volatilità. Nel meccanismo ideato dall'Eiopa interpretato dalla presidenza lituana, è di due tipi, la prima generale mentre la seconda scatta in particolari periodi di turmoil dei mercati finanziari.

1) Il meccanismo generale prevede che il volatility adjustment sia pari al 65% della differenza tra il tasso di un "portafoglio di riferimento" dell'area euro (la sua composizione deve ancora essere determinata) sottratto il tasso free risk euro (la curva swap) aggiustato per il rischio di credito. Quest'ultima correzione trova una giustificazione teorica nell'intenzione del



regolatore di separare la componente del “credito di rischio” nel tasso del portafoglio di riferimento che si considera in qualche misura strutturale e che pertanto non potrebbe essere “aggiustata”. Separandola dalla volatilità, per così dire, “di mercato”, da sterilizzare. Non sfugge, tuttavia, il carattere solo convenzionale di una simile distinzione vista l’incapacità pratica di distinguere tra le due componenti. Da parte di alcuni paesi (soprattutto la Germania) è stato pertanto chiesto di abbandonare del tutto questa “finzione” e quindi di rimuovere il Cra (credit risk adjustment) dalla formula di calcolo della correzione di volatilità. Alla fine, nell’accorto realizzato in seno al trilatero, si è deciso di rinviare la questione alle misure di livello due.

- La formula dell’aggiustamento di volatilità è dunque la seguente:

$$\text{VA (volatility adjustment)} = ((\text{tasso del portafoglio di riferimento in euro} - \text{tasso free risk}) * 65\%$$

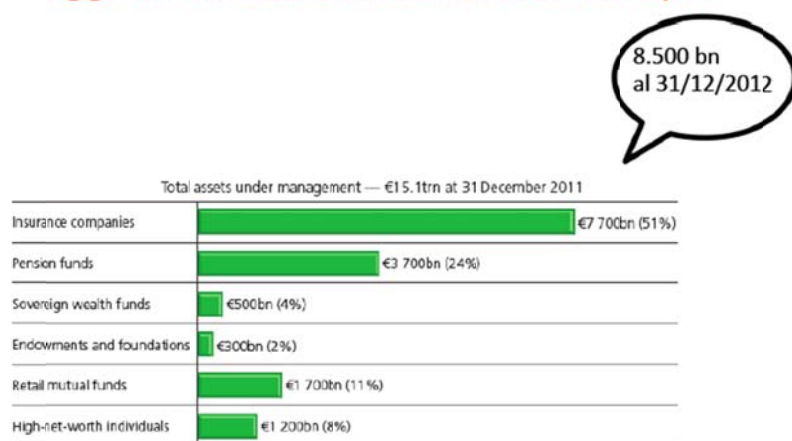
$$\text{Dove: (tasso del portafoglio di riferimento in euro - tasso free risk)} = \text{spread euro corretto per il rischio di credito}$$

2) in particolari circostanze scatta anche un aggiustamento di volatilità per i singoli paesi a patto, tuttavia, che il country spread (rispetto al tasso free risk euro) sia almeno di 100 basis point e pari ad almeno 2 volte lo spread del portafoglio di riferimento europeo in questo caso la formula di calcolo è la seguente:

$$\text{Va totale} = (\text{Spread euro} + (\text{spread paese} - 2 * \text{spread euro})) * 65\%$$

Tab.3

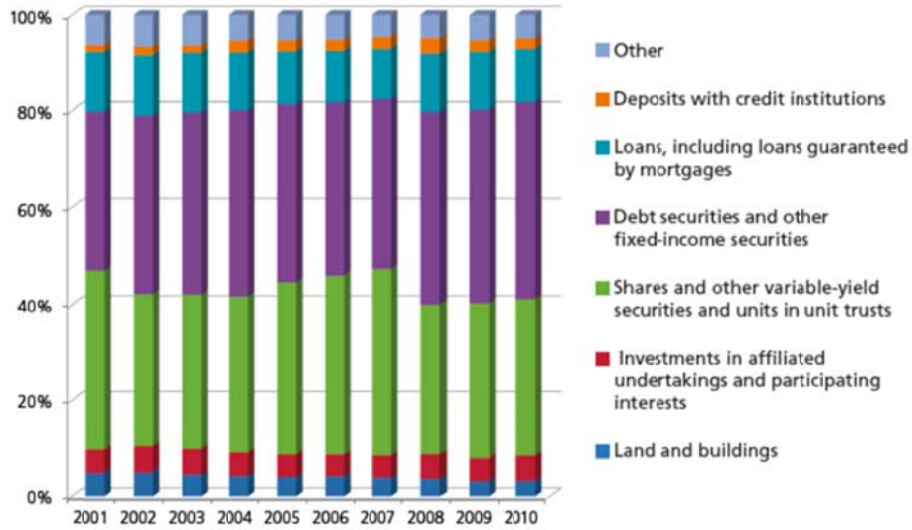
## I maggiori investitori istituzionali europei



Source: “Funding the future: insurers’ role as institutional investors”, Insurance Europe and Oliver Wyman, June 2013

Tab.4

## Gli investimenti degli assicuratori



Fonte:Insurance Europe